

Les marchés financiers prédisent-ils les récessions ?

par [Giovanni Ricco](#)

Les acteurs des marchés financiers, collectivement, possèdent-ils une sagesse particulière quant au moment où les économies risquent de tomber en récession ? Nous avons examiné cette question dans un article préparé pour la conférence à la Brookings Institution[1]. Nos résultats suggèrent que la réponse est : « probablement pas ». En fait, les variables financières ont un pouvoir prédictif très limité pour les récessions.

Après la Grande Récession, et encore une fois avec la crise de la COVID-19, il y a eu un intérêt croissant pour comprendre la relation entre l'accumulation de fragilité financière et le cycle économique. N'ayant pas réussi à prédire les krachs, la profession économique a essayé de comprendre ce qui manquait dans les modèles macroéconomiques et économétriques standards et quels étaient les principaux indicateurs de stress sur les marchés financiers qui peuvent aider à prévoir les crises et à identifier l'accumulation de risques

macroéconomiques.

En fait, dans une contribution très importante, Adrian *et al.* (2018) ont proposé l'évaluation de la distribution prédictive du PIB pour définir le concept de *croissance à risque*, défini comme la valeur de la croissance du PIB au cinquième centile inférieur de la répartition de la croissance prévue, conditionnée à un indice de stress financier[21]. Ce concept a été adopté par de nombreuses institutions dans plusieurs pays pour surveiller les risques (voir, par exemple, Prasad *et al.*, 2019, pour une description de l'utilisation de cette méthode au FMI).

Clairement, les marchés financiers et l'économie réelle (la production de biens et de services) interagissent. Leurs mouvements sont fortement corrélés et les indicateurs financiers peuvent, bien entendu, fournir des informations utiles sur les conditions économiques actuelles. Ils reflètent également les attentes des acteurs du marché quant à la direction de l'économie réelle.

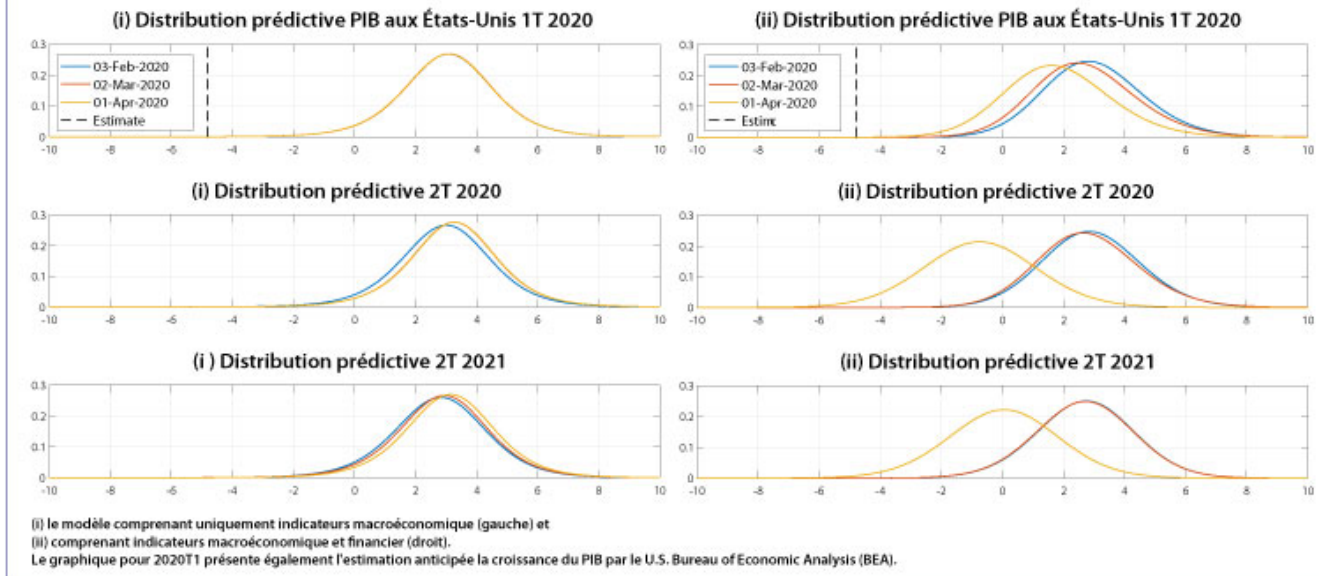
La question spécifique que nous avons examinée dans notre document de travail « [When is Growth at Risk ?](#) » (Quand la croissance est-elle menacée ?), un article préparé pour la conférence à la Brookings Institution, est de savoir si les indicateurs financiers fournissent un pouvoir prédictif supplémentaire, en plus des indicateurs de l'économie réelle tels que les enquêtes auprès des directeurs d'achat des entreprises. Si oui, la sagesse des marchés pourrait être exploitée par les décideurs pour anticiper et se préparer

à une crise
macroéconomique.

L'article évalue empiriquement la relation potentiellement non linéaire entre les indicateurs financiers et la distribution de la croissance future du PIB, à la fois à très court terme (un trimestre) et à moyen terme (quatre trimestres), en utilisant un riche ensemble de variables macroéconomiques et financières couvrant 13 économies avancées. Tout d'abord, nous évaluons les performances hors échantillon, y compris un exercice en temps réel basé sur un modèle non paramétrique flexible. Ensuite, nous utilisons un modèle paramétrique pour estimer les moments de la distribution du PIB conditionnel à des variables financières et pour évaluer leur l'incertitude d'estimation dans l'échantillon.

Notre conclusion générale est pessimiste : les moments autres que la moyenne conditionnelle sont mal estimés et aucun des prédicteurs que nous considérons ne fournit un avertissement avancé, robustes et précis des risques extrêmes ou toute autre caractéristique de la distribution de la croissance du PIB autre que la moyenne. En particulier, les variables financières contribuent peu à de telles prévisions distributionnelles, au-delà des informations contenues dans les indicateurs macroéconomiques.

Figure. Évolution trimestrielle des distributions prédictives au cours des premiers mois de la crise COVID-19



À titre d'exemple, la figure ci-dessus montre un exercice au cours des premiers mois de la crise de la COVID-19 pour les États-Unis. Nous conditionnons nos prédictions sur les informations financières disponibles à trois dates différentes : les premiers jours ouvrés de février, mars et avril 2020. À ce moment-là, aucun des indicateurs de cycle relatifs à la période de blocage étaient disponibles jusqu'à fin avril. Cependant, les reportages et les discussions politiques sur le virus étaient endémiques à partir de janvier 2020, et cette information aurait pu potentiellement être reflétée dans le prix des actifs financiers, les enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs, etc.

Les graphes montrent que le modèle avec informations financières (à droite) commence à signaler la probabilité d'une récession en avril, tandis que le modèle contenant uniquement des informations macroéconomiques (à gauche) ne

rend pas compte de la détérioration des conditions macroéconomiques. Pendant que les indicateurs macroéconomiques tardent à arriver, les variables financières ne sont qu'un peu plus rapides et en fait n'ont commencé à clignoter que fin février, quelques jours à peine avant que des mesures politiques dramatiques ne soient introduites dans plusieurs États américains.

La leçon que nous tirons de nos résultats est que les marchés financiers n'anticipent pas les récessions et ils évaluent le risque seulement une fois qu'ils le voient. Cet aveuglement suggère que les informations relatives à la trajectoire à court terme de l'économie sont rapidement accessibles à tous, mais des événements rares, tels que les récessions, sont fondamentalement imprévisibles ou en tout cas, imprévus.

Le message adressé aux décideurs politiques et aux prévisionnistes économiques des banques centrales et d'ailleurs est qu'ils ne peuvent pas utiliser mécaniquement les indicateurs financiers pour fournir un signe d'alerte précoce et fiable d'une récession. Les décideurs devraient toujours prêter attention aux variables financières, même si elles offrent malheureusement peu de pouvoir prédictif de risque de récession – et ils devraient chercher à limiter l'accumulation de fragilités financières puisque ces fragilités amplifient probablement les dommages causés à l'économie réelle une fois que les récessions se produisent.

[1] Hasenzagl, Thomas, Mikkel Plagborg-Møller, Lucrezia Reichlin et

Giovanni Ricco, 2020, « When is Growth at Risk? », *Brookings Papers on Economic Activity*, printemps.

[2] Adrian Tobias, Nina Boyarchenko et Domenico Giannone, 2019, « Vulnerable Growth », *American Economic Review*, vol. 109, n° 4, pp. 1263-89.